

从无套利定价理论看 我国国债期货市场的过去与未来

——兼析“3.27”国债期货事件的深层次原因

叶永刚 黄 河

摘要：无套利定价是现代金融投资定价理论中的一个基本原理，根据该原理，国债期货价格等于国债现货价格加上融资成本减去国债票面利息收入。我国过去的国债期货交易自始至终违背了这一基本规律，整个市场沦为一个投机的场所，“暂停”是其必然的结局。目前，恢复国债期货交易的条件正在逐渐成熟。因此，应加快利率市场化进程，规范发展国债现货市场，健全市场监管体系，以推动我国国债期货市场的恢复和完善。

关键词：无套利定价理论 国债期货 “3.27”事件

在利率频繁波动的今天，利率期货作为管理利率风险的工具，已成为世界期货市场上最重要的金融期货品种之一。国债期货是利率期货的一种主要形式。我国曾一度试办过国债期货交易，但由于当时条件不成熟而被迫暂停。回顾我国国债期货交易从推出到暂停的历程，分析国债期货市场的发展前景，有利于我们正确认识与发展我国的金融市场。

一、国债期货与无套利定价原理

1977年8月22日，美国长期国库券期货合约在芝加哥期货交易所上市。这是国债期货发展历程上具有里程碑意义的重要事件。这一交易品种获得了空前的成功，成为当时世界上交易量最大的一个金融合约。目前，国债期货在世界金融衍生品市场中仍占有举足轻重的地位。

国债期货交易，是指国债买卖双方在有组织的交易所通过公开竞价的方式，就在将来某一时期按预定的成交价格交收标准数量的特定国债品种而达成的协议。国债期货交易的双方并不一定真正要购进和卖出某种国债，而是可以通过一种可反复交易的标准化合约——国债期货交易合约，来达到对冲利率风险或获取价格变动差额盈利的目的。

无套利定价理论是现代金融工程中的一个主要的定价理论，其基本含义是：如果金融市场不存在套利，那么复制任一随机现金流的成本，就应是这个随机现金流的价格。根据该原理的基本思想，在不存在套利机会的市场里，当市场均衡时，金融资产即期价格与其未来现金流一定存在某种必然的内在联系，这种内在联系正是金融资产（工具）定价的基本依据。

以国债期货的定价为例，投资人以现货和期货方式购买同一商品——国债的总成本（价格加交易成本）应该是一样的（因为未来现金流是一样的）。因此，期货价格加期货交易成本（如交易手续费等）应等于现货价格加现货交易成本（如保管费用、借入资金的利息成本等）。一般来说，期货交易成本小于现货交易成本，因此，期货价格大于现货价格。通常把两者之差称为净交易成本，即：净交易成本等于现货交易

成本减去期货交易成本。据此，我们可以得出：国债期货的理论价格等于国债现货价格加上净交易成本。如果忽略国债期货的交易成本，不考虑手续费、税金等其他方面的支出，国债期货交易的净交易成本实际上就是借入资金所支出的利息成本（融资成本）减去国债票面利息收入的差额，因此，从理论上说，国债期货价格等于国债现货价格加上融资成本减去国债票面利息收入，用数学方程式表示如下：

$$F_{0,t} = S_0(1 + I - AI)$$

$F_{0,t}$ = 到期时间为 t 的国债期货合约目前（0时刻）的价格

$$S_0 = \text{国债现货价格}(t=0)$$

$$I = 0 \text{ 到 } t \text{ 时段的融资成本率}$$

$$AI = 0 \text{ 到 } t \text{ 时段的债券应计利息率}$$

如果上述的价格关系不成立，套利者将立即进场赚取无风险的利润，直到套利机会消失为止。若现货相对于期货的价格太低，交易者可以借取资金而买进国债现货，同时放空国债期货合约，然后持有现货至期货合约到期而交割空头头寸。这笔交易可以在不需本金投资的情况下赚取无风险的利润。同样，如果现货相对于期货的价格太高，则反向操作，同样可获得无风险利润。一个有效率的完备市场不可能存在这类的套利机会，因为套利行为将使市场价格反向变动，直至套利机会消失为止。在有效率的国债期货交易市场上，供需双方通过公开、公平、公正的竞价，使国债价格水平在动态中形成具有竞争性“权威价格”，即通过竞争，产生全社会公认的价格。这种价格具有很强的预期性，能够预先较准确地反映未来国债市场的供求情况，并且能对未来各个时期的潜在的供求关系进行超前性的调节。

二、对我国过去国债期货交易中出现问题的反思

根据无套利定价理论的基本原理，一个健康、有效率的国债期货市场，其产品定价必然是符合上面介绍的基本定价规律的。反之，若国债期货市场价格长期偏离理论价格，则说明这个市场是个低效率或者是受投机力量左右的市場。

然而不幸的是,我国的国债期货交易自始至终违背了无套利定价基本规律。这一点从震惊全国的“3.27”国债期货事件中表现得尤为突出。

(一)“3.27”国债期货事件的过程及影响

“3.27”国债期货合约对应的品种是1992年发行的3年期国库券,该券发行总量240亿元,1995年6月到期兑付,交易标的物是9.5%的票面利息加上保值贴补率。“3.27”国库券到期的基础价格已经确定,即票面价值100元加上3年合计利息28.50元,合计为128.50元。但到期的价格还要受到是否加息和保值贴补率高低的影响,市场对此看法不一。因此,对是否加息和通胀率及保值贴补率的不同预期,成了“3.27”国债期货品种多空双方的主要分歧。

1995年2月22日晚,财政部发出公告,公布了“3.27”国债期货品种具体的贴息办法,证实了“3.27”国库券到期还本付息时,将按同期银行储蓄存款利率计息并实行保值贴补。这对国债期货多头方来说是一个好消息,可却使空头方面面临巨额亏损。但是,他们并不甘心承认失败。1995年2月23日下午4点22分后,在短短的8分钟之内,空方的主要代表万国证券公司在并无交易保证金的情况下违规抛出大量的卖单。“3.27”国债期货收盘时价格被打到147.40元。为制止事态的进一步恶化,上海证券交易所做出了“最后8分钟交易无效”的决定,并随后宣布国债期货交易从2月27日开始休市,同时组织协议平仓。

“3.27”事件震撼了我国证券期货界,也引起了管理层的极大关注。国务院责成监察部、中国证监会等部门对这一事件进行长达4个多月的调查。1995年9月20日,监察部、中国证监会等部门公布“3.27”国债期货事件”查处结果,认定此事件系一起严重的蓄意违规事件——是在国债期货市场发展过快、交易所监管不严和风险管理滞后的情况下,由上海万国证券公司、辽宁国发(集团)股份有限公司等少数大户蓄意违规、操纵市场、扭曲价格、严重扰乱市场秩序所引起的金融风波。

“3.27”风波之后,证监会和财政部发布了《国债期货交易管理暂行办法》,其后又出台了《关于加强国债期货交易风险控制的紧急通知》、《关于落实国债期货交易保证金规定的紧急通知》、《关于要求各国期货交易所进一步加强风险管理的通知》等一系列通知。各交易所也采取了提高保证金比例,设置涨跌停板等措施以抑制国债期货的投机气氛。但从当时的情况来看,“我国尚不具备开展国债期货交易的基本条件”,交易中仍风波不断,并于当年5月10日酿出“3.19”风波。1995年5月17日,经国务院同意,中国证监会做出了暂停国债期货交易试点的决定。至此,中国第一个金融期货品种在推出30个月后宣告夭折。

(二)由“3.27”事件引发的思考

1. 保值还是投机——国债期货与利率风险

作为固定利率债券之一,国债的价格与市场利率存在内在的、反向的变动关系。当市场利率变动时,国债的持有者承担利率风险,而国债期货正是为规避这种利率风险而产生的。根据无套利定价原理,国债期货的价格与货币或资本市场的利率之间存在一种内在的必然联系。国债期货价格与市场利率具有相反的走势:当市场利率由低向高变动时,国债期货的价格会下降,反之亦然。这就给投资者提供了规避利率风险的机会。通过计算出市场利率与国债期货价格的

相关系数,并据此在两个市场上进行反向操作,保值者就可以使利率变动造成的盈亏与国债期货市场上的损益相互抵消,从而实际上将未来的利率锁定在确定的水平上。

在成熟的市场上,这种规避利率风险的套期保值需求是推动国债期货的产生与健康发展的原动力。然而在20世纪90年代初、中期的中国,利率尚未实现市场化,由官方决定的利率长期固定不变,如此一来,投资者也就不必承担利率风险,自然也就没有在国内期货市场进行套期保值的现实需求。当时国债期货市场的参与者大都不是利率风险的保值者,由于缺乏保值者这一稳定市场的基本力量,诸多市场异常现象和非理性行为的出现也就不奇怪了。

1992-1994年,中国面临高通胀压力。1994年10月以后,中国人民银行提高了3年期以上储蓄存款利率并恢复存款保值贴补。为了保证国债的顺利发行,国家对已经发行的国债的利率也实行保值贴补,保值贴补率由财政部根据通货膨胀指数每月公布。保值贴补率的不确定性为炒作国债期货提供了空间,大量机构投资者进入国债期货市场,国债期货市场行情火爆,成交迭创新高,市场规模急速扩大。股票市场的低迷和钢材、煤炭、白砂糖等商品期货品种相继被暂停交易之后,大量游资云集国债期货市场。实际上,“3.27”风波前数月,上证所已经出现过对“3.14”国债期货合约数家机构联手操纵,日价位波幅达3元的异常行情。这一时期,由于投机、炒作行为的普遍存在,几乎每一个国债期货品种的市场价格都远远偏离了其理论价格。

从国债期货市场交易情况来看,规模太小是当时国债期货市场的又一主要问题。这种规模太小表现在两个方面,一是国债现券的总体规模太小,可以上市流通的债券数量太少,1995年全年的国债现货交易总额仅770亿元左右,在国债期货市场暂时关闭前能在上交所流通的国债现券总量,折合成期货合约仅为220余万口,当年主要以个人投资为对象发行的1000多亿元三年期凭证式国库券均为不可上市流通的,而可上市的国债相当大一部分又为个人所持有,这样就大大减少了上市流通的国债数量;二是相对每一具体系列,现券的供应量则更少。没有合理的市场规模,就没有合理的市场价格。市场容量越小,越容易造成价格的人为操纵与人为控制。在市场容量很小的情况下,个别主力凭借自身实力使价格涨跌在一定范围内,朝有利于自己的方向波动,助长了过度投机。

2. 利率期货还是通货膨胀率期货——国债期货与通货膨胀率和保值贴补率

国债保值贴补率是根据通胀水平加以确定的,由于通胀水平是不断变化的,保值贴补率也就随之而不断进行调整,而这种调整直接影响着相应国债收益率的高低,反映到国债期货市场上就是相关品种市场价格的相应涨落。当时的国债收益率受到带有明显政策性因素的保值贴补率的左右,因此,投资国债期货面临的风险主要是政策风险。

在高通胀的情况下,实施保值贴补政策有一定的必要性。但每月公布一次的参照当期通货膨胀指数制订的保值贴补率实际成为国债期货市场上最为重要的价格变动指标,从而使我国的国债期货由利率期货演变成某种意义上的通货膨胀率或保值贴补率期货。于是,标准意义上的国债期货的无套利定价规律根本失去了意义,国债期货交易成了竞猜未来通货膨胀率或保值贴补率涨跌情况的投机或者说赌博

行为,交易者通过各种方法得出各自的通货膨胀率和保值贴补率,并由此决定投资的方向和头寸,而整个市场的风险也随之不断的累积。凡此种种,对我国国债期货市场的风险控制产生了直接的冲击。“3.27”国债期货风波中,保值贴补政策和国债贴息政策对债市气贯长虹的单边涨势起了决定作用。在多、空对峙时,“3.27”国债期货价格受到财政部公告的消息刺激而大幅飙升,在通货膨胀率及保值贴补率连续攀高的情况下,“3.27”国债的票面收益率大幅提高,这最终成为空方失败的致命因素。

3. 监管还是放任——国债期货与风险控制

“3.27”国债期货风波的产生虽有其突发性“政策风险”的因素,但交易所风险监督管理系统和资金保障系统的不健全也是“违规操作”得逞的原因。国债期货业务的推出相当仓促,不仅缺乏经验,也缺乏相应的监管法规,更重要的是对市场风险缺乏必要的认识。尽管国债现货市场可流通债券规模极为狭小,到1994年底推出国债期货品种的交易场所却已达到14家。各交易场所互相分割,竞相在提高交易量和降低交易成本上下功夫,而普遍忽视了风险监控。“3.27”事件发生时,国债期货市场投机风气极浓,违规造市、超额持仓、内幕交易等现象相当严重。个别券商恶性投机、蓄意违规,但相关监管机构对此却缺乏监督,甚至可以在没有相应保证金的情况下短时间内进行上千万口的交易,也没有即时预警机制。例如,涨跌停板制度是国际期货界通行的制度,而“3.27”国债期货风波出现之时,当时的上海证券交易所并没有采取这种控制期货价格波动的基本手段。此外,从“3.27”合约在2月23日尾市出现大笔抛单的情况看,交易所显然对每笔下单缺少实时监控,导致上千万口空单在几分钟之内通过计算机撮合系统成交,扰乱了市场秩序。

三、恢复国债期货交易的可行性分析

我们应认识到,衍生金融工具所带来的风险和损失并不是工具本身的过错,“3.27”国债期货事件的发生也不能说明国债期货交易就根本不能在我国开展,而只是说明我国当时尚不具备开展这项交易的基本条件。近年来,我国金融体制改革取得了重大进展,宏观经济环境也发生了较大变化,期货市场经清理整顿后规范化程度大有提高,恢复国债期货交易的条件正在逐渐成熟。目前,我国开展国债期货交易有以下几方面的有利条件:

1. 利率市场化改革取得阶段性进展

利率市场化改革是我国金融发展与深化的客观要求,它是指逐步将利率的决定权交给市场,由市场主体自主决定利率的过程。中国人民银行在1998年10月扩大了对中小企业贷款的利率浮动幅度,1999年又陆续允许外资银行、农村信用社、证券投资基金,甚至证券公司、保险公司进入银行间债券市场,使得上至1年、下至7天的金融机构同业拆借利率最大限度地反映了国内金融市场的供求关系。1996年,财政部正式引入价格竞争的招标方式发行国债,实现了国债发行利率的市场化。进入2001年,财政部启动了酝酿已久的长期国债发行计划,成功发行了15年期和20年期的长期国债,形成了两个由市场招标产生的长期国债利率(15年期国债为4.26%,20年期国债为4.69%)。可以说,我国部分利率已经或基本接近市场化。

在利率市场化的进程中,我国经济运行面临的利率波动

风险趋于增大,需要推出国债期货交易,为投资者提供管理利率风险的工具。国债期货的恢复和推出,对于我国利率市场化进程,对于我国货币市场的建设和资本市场的进一步发展,有着巨大的推动作用。另一方面,市场化的利率也会为国债期货交易提供现实的依据。在我国目前情况下,有些金融期货品种已具备了上市的条件,某些品种(如15年期、20年期长期国债)的利率已经市场化,这些品种就有可能作为国债期货的标的物。

随着金融市场体系的发展和完善,利率受资金供求、宏观经济、通货膨胀等因素的影响将更加敏感,波动幅度也会扩大,利率波动作为系统性风险对我国金融体系的影响将逐渐显现出来。此外,虽然目前银行存、贷款利率尚未完全放开,但并非意味着银行存、贷款利率就没有利率风险。1996年5月以来连续7次下调存、贷款利率的政策,从利率风险管理的角度来看,由于利率调整的时间、幅度皆不可预测,对金融机构而言可能意味着在某种程度上比市场利率连续波动更大的风险。国债期货是利率风险管理的有效工具,它的恢复与推出将有利于降低整个金融体系的波动程度,维护金融和经济的稳定。

2. 国债现货市场逐步发展与完善

从国际的经验来看,国债期货的产生都有一个发达的国债现货市场为依托。目前,我国快速发展的国债现货市场为国债期货交易提供了良好的现货基础。国债现货交易实行净价交易制度后,有利于形成稳定、连续的国债现货价格。国债发行量和交易量呈现稳步增长的趋势,据统计,1998、1999、2000、2001年国债发行规模分别为3708亿、4015亿、4657亿、4880亿,2002年国债发行量为5936亿元,由于我国继续实施积极的财政政策,2003年国债的发行总量已超过6000亿元。同时,我国国债现货市场流动性正在大幅提高,较之1994、1995年的20%多,可流通国债比例在不断提高,1997年可流通债券比例为40.7%,2000年为54%,2001年为63.1%,可流通国债总量较之1995年的不足1000亿翻了近10倍。随着可流通量的增加,国债的流动性也大大增强,自1996年开始国债现货交易量一直维持在较高的水平。国债现货市场的发展为期货市场的恢复打下了良好的基础,同时又迫切需要建立期货市场规避风险、提供价格发现的功能。

3. 监管水平不断提高

“3.27”事件之时,交易所的风险控制系统出了问题,原因之一是当时的上海证券交易所把监管股票现货的办法用于监管国债期货。并且,当时的交易所管理体制也一定的问题:主要负责人能够对交易所的资金调动、风险管理起决定作用,而这些权力后来都已经收归到证监会。今天,比较完善的期货监管机制已经建立,导致“3.27”事件发生的这些特殊因素都已经不复存在。1999年,我国出台了《期货交易管理暂行条例》和四个相关管理办法,将交易所、经纪公司、期货从业人员的监管纳入法制化轨道,同时完成了期货交易所的清理和整顿工作,合并组成了目前郑州、上海和大连3家期货交易所,又于2000年成立了中国期货业协会,建成了由证监会、期货业协会和期交所组成的三级监管体系,将政府监管、行业自律、交易所日常管理有机地结合起来。近年来,国务院、证监会颁布了一系列打击过度投机、市场操纵行为的规定,各大期货交易所也都建立了严格的保证金、

头寸限制、逐日盯市、大户申报、市场行为监控等制度,这必将为国债期货交易的开展提供制度和法律上的保障。

4. 国债投资者更加广泛,并且风险态度趋于理性

20世纪90年代初,我国国债发行主要针对城乡居民个人,虽然在1994、1995年机构投资者也大量购买国债,但国债期货合约中的标的资产1992、1993国债现货大部分都由个人投资者持有,在投资渠道狭小的情况下,个人投资者普遍把国债现货当作一种变相的长期储蓄存款,很少有进入国债二级市场进行交易的兴趣。因此,国债现货的主要部分游离于市场之外,从而大大削弱了国债期货市场的现货基础,同时也为投机和操纵国债期货市场提供了机会。从目前市场参与者构成情况来看,涵盖了居民、商业银行、保险公司、证券公司、证券投资基金和社会保障基金以及部分国有企业等广泛的投资群体。随着现代企业制度的初步建立,银行、保险公司和国有企业等机构投资者都是自主经营、自负盈亏,大多是从投资组合的角度参与国债投资,采取稳健型的投资策略,投资行为趋于理性。

四、对我国重开国债期货市场的政策建议

国债期货能吸引大量资金和参与者,在促进期货交易的同时,进一步带动国债现货市场的活跃性。国债期货的风险管理功能将大大提高国债承销商的积极性。随着中国国债市场规模的不断扩大,如能适时恢复国债期货交易,发挥其特有的价格发现和管理利率风险的功能,可在很大程度上解决目前国债市场存在的问题,也必将推动我国货币市场和资本市场的建设与发展。我们认为,加快重开国债期货市场的进程,可以从以下几个方面做出努力。

1. 积极稳妥地推进利率市场化

“3.27事件”发生之时,我国“尚不具备开展国债期货交易的基本条件”。这个“尚不具备”的条件主要在于当时我国的利率体制尚未进行市场化改革。20世纪90年代初,我国金融市场上的利率主要由官方制定和调整,市场供求规律的作用无从发挥,以利率为价格变动基础的国债期货的价格不可能达到均衡水平,国债期货市场也就不可能出清。这也正是其时国债期货市场上频频出现“3.27事件”等恶性投机现象的根本原因。

如前所述,我国的利率市场化改革已经取得了可喜的成绩。但就目前来看,利率机制僵化、利率结构扭曲、利率管制等问题仍然在相当大的范围内存在。国债期货市场的存在和发展是建立在利率自由波动基础之上的,国债期货无套利定价规律的效果也有赖于市场利率机制作用的发挥。因此,积极推进利率市场化就成为发展国债期货市场的前提条件。另一方面,从稳定全局的角度来看,利率市场化改革不可能也不应该一步到位。在现阶段,利率市场化改革的总体思路应该是:完善利率浮动制,扩大利率浮动范围,下放利率浮动权;按照先货币市场、资本市场,再借贷市场的顺序,稳步推进利率市场化进程,逐步实现与完善基准利率引导下的市场利率体系。

2. 依托国债现货市场,科学设计国债期货品种

从全球范围来看,一个不容忽视的事实就是,各国国债期货市场的形成与发展,与对应的国债现货市场的规模和结构密切相关。成功的国债期货市场都有一个规模庞大、结构完善、健康运行的国债现货市场作为依托。以美国为例,美

国的政府债券数额巨大,可以满足本国以及外国投资者的需要。资信程度高、交易便利、交投活跃是美国国债市场的主要特点。在此基础上发展起来的美国国债期货成为了一种真正的“世界商品”,不仅吸引了美国投资者,也吸引了海外投资者参与其中。世界各国成功的国债期货品种,无一不是以发行规模较大、交易活跃的国债现货品种为基础的。以新加坡为例,从20世纪80年代开始,新加坡的国债期货品种只有10年期日本政府国债期货,一直没有新加坡本国政府债券期货交易。这是因为新加坡本国的政府债券(现货)市场较不发达,也就是说如果发展本国政府债券的期货交易,缺乏现货基础。20世纪90年代末以来,新加坡政府债券发行量逐渐扩大,国债现货市场逐渐壮大、完善。与此对应,2001年6月,5年期新加坡政府债券期货正式推出。由于满足了对新加坡金融市场中长期利率风险管理的需求,该国债期货品种发展非常迅速。

国债现货市场是国债期货市场的发展基础,遵循这一基本规律,我们要进一步大力推动国债现货市场的规范发展。2003年我国发行的六期国债中,2月、5月、8月和11月均为跨市场发行的7年期国债,如此有规律、有节奏的“现身”,使市场人士明确了7年期国债已成为当年的基准国债。基准国债的诞生,对于形成完整的基准利率体系,建立连续、完整、合理的利率期限结构曲线具有举足轻重的作用,也为将来国债期货的推出和定价提供了标准。我国在发展国债期货的实践中,要注意依托国债现货市场,选择规模大、交投活跃、市场化程度高的国债现货品种作为交易标的,并根据国债现货市场的发展情况,适时推出新的品种。

3. 加强国债期货交易风险监管问题的研究和探索

与传统金融工具相比,国债期货这种衍生金融工具所涉及的风险更为复杂。它不仅受国债期货市场本身因素的影响,而且还受到国债现货市场和其他相关经济、金融状况的影响。国际经验表明,国债期货的风险具有突发性、复杂性和连锁性的特点,一旦发生,将产生巨大的破坏力。在我国,一两个国债期货品种的风波(“3.27”、“3.19”事件)最终导致了整个市场的关闭。这既说明了国债期货风险的巨大危害,也说明了其风险监管的极端重要性。因此,要恢复国债期货,必须解决好国债期货的风险监管问题。我国已初步建成了对期货的监管体系。现阶段的重点应该是进一步加强政府、行业、交易所的三级监管制度。政府监管要尽量运用法律和经济手段,避免过多的行政手段给市场造成动荡。行业自律方面,期货业协会要切实起到监管部门与交易所会员之间协调沟通的作用,促进真正实现“公开、公正、公平”的行业环境。对交易所而言,要从长远利益出发,将结算所分离出来,组建独立于期货交易所的期货结算所,以便和交易所形成互相监督的监管体系。

目前的期货市场监管体系主要是以商品期货为监管对象的。对于国债期货这类金融期货,我们还缺乏针对性的监管办法和管理经验。从国外的实践来看,各交易所非常重视国债期货的风险监管问题,这反映在各交易所制订的保证金、每日波动限额、逐日盯市、每日无负债结算、风险准备金制度、最大持仓限额、最便宜可交割、转换因子等一系列风险监督和管理的制度和实施细则上。我们要在研究和借鉴外国国债期货市场成功经验的基础上,总结过去的教训,分析现阶段我国金融市场的实际情况,预测未来的发展方向,加

强国债期货交易风险监控问题的研究和探索,构建完善的市场管理体系和科学的风险监控机制,制订灵活、高效的风险管理办法,为我国未来国债期货交易的稳定、健康发展提供坚实的制度保障。

注释:

《中国统计年鉴》(1996),北京,中国统计年鉴出版社,1996。

资料来源:“人民银行公布稳健货币政策有关问题分析报告”,载中国人民银行网站,http://www.pbc.gov.cn/xinwen/2002-02-26。

《国债管理——国债发行》,载中华人民共和国财政部网站,http://www.mof.gov.cn/display/IColumnNews.jsp,2001-08-10。

《年度统计数据——金融和保险》,载中华人民共和国国家统计局网站,http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/index.htm,2003-03-22。

参考文献:

1. Jarrow,R.J.andTurnbull,S.,1996. DerivativeSecurities.

Cincinnati:South-WesternCollegePress.

2. Fabozzi, Frank, J., 1992. FixedIncomeMathematics. Chicago: IRWINprofessionalPress.

3. Hull, John, C., 1998. Option, Futures and other Derivative Securities. New Jersey: Prentice Hall Press.

4. 谢卫:《我国国债市场的现状及其改进建议》,载《金融研究》,1995(2)。

5. 王军:《由“3.27”风波引发的思考》,载《中国证券报》,1995-03-22。

6. 党剑:《利率市场化与国债期货》,载《南开经济研究》,2001(1)。

7. 艾华、万红:《关于恢复我国国债期货的思考》,载《财政研究》,2002(9)。

(作者单位:武汉大学商学院金融系 武汉 430072
武汉大学商学院博士生 武汉 430072)
(责任编辑:Q)

(上接第78页)的可操作性政策规定。再次,东部地区资本市场较发达、加工制造业较多,人口密度大,土地面积少,外商绿地投资已有一定的规模,而且重复建设现象较重,需要着力推进外商的并购重组,以优化产业结构。另外,东部地区经济基础较好,第三产业相对发达,便于吸收外商并购重组国有企业后所造成的失业人员。因此,今后对东部地区一般性技术的外商绿地投资项目应有所限制,主要鼓励它们向西部转移,使它们把在东部赚到的钱继续投资于西部。西部地区大量的基础设施建设和开发工程,如西气东送、西电东送以及铁路公路修建等项目,需要引进新的具有开发能力的资本技术型外资。同时,从东部转移来的制造业外资,也将有广阔的发展前景。两种外资共同促进,使新上投资项目作用于提升产业结构,使外商并购活动加快国有企业的改组改造,进一步优化产业结构。不过,目前西部地区的外资并购活动,由于种种原因,相对东部地区要少一些。东西部地区利用外资都应根据地区特点把握住重点,合理地进行安排和配置资源。最后,要加强东中西部地区之间的经济联系和协作,加强东中西部地区的人才、技术、信息和市场的交流,以便促进外商的绿地投资和并购投资在我国三大区域合理流动,并取得两种利用外资方式的良好协同效果。

由于跨国公司的直接投资分为绿地投资和跨国购并两种方式,各自有不同的投资战略、不同的运作机制和不同的投资策略。例如,美国摩托罗拉公司对我国天津市的绿地投资,是以前先进的微电子技术换取我国当时特许的外商独资投资方式。在20世纪90年代初,摩托罗拉公司已占领中国80%以上的手机市场。可以看出,独资方式投资是其迅速占领中国市场的重要原因,当然也是摩托罗拉在华的主要投资战略。摩托罗拉在北京创办教育培训中心,大力培养技术和管理人才,是其进一步推出的运作程序和投资策略(它能博得东道国政府的赞赏和支持)。跨国并购的主要战略意图在于,外资进行产业战略整合,控制东道国企业(有的外资即使暂时处于参股地位,以后也会相机增股控制),以提高在东道国市场的竞争地位,实现利润最大化。例如,阿尔卡特从中国信息产业部收购上海贝尔10%加1股的股份后,又以3.12亿美元的现金买断比利时政府拥有的上海贝尔8.35%的股份,获得了占51%股份的控股地位,并间接持有国内上市企业上海贝岭的股份。从此该公司在中国的营业额超过20亿

美元,一举成为中国最大的电信设备供应商。再看三星康宁公司以2.37亿元收购赛格集团持有的赛格三星14.09%的国有法人股,目前已达到和赛格集团同样持35.46%股权的地位,但还不止于此,在未来两年内它将进一步增资持股,直到实现51%的绝对控股。跨国公司的并购活动从谈判到收购成功,一般要经过目标选择、谈判、达成协议、发出要约、融资收购和整合等阶段,每一阶段都是专业性技术性较强的工作,都会有其不同于绿地投资的具体战略和策略安排。因此,绿地投资和跨国并购在跨国公司眼里,也被区分为两条战线和两种不同盈利方式。20世纪90年代,香港中策公司收购大陆100多家国有企业,然后到国际资本市场出售,这种投资方式与外商的绿地投资相比,很不相同。我国在吸引跨国公司并购国有企业的新领域,需要以此为鉴。政府要制定相应的政策和措施,尽量避免外商的恶性炒卖投机行为。

虽然全球跨国并购从1995年起已占到直接投资的50%,1999年占到80%以上,但是中国在2000年仅有不到5%的外资是通过跨国并购完成的。今后随着我国利用外资战略转变,外资并购政策、法规的进一步明确,外资并购国有企业的活动将会大幅度地上升,同跨国公司的绿地投资辉映将会形成两道亮丽的风景。对我国利用外资的两个领域需要在分工的基础上加强协同效应,只有这样才能取得良好的效果,并更好地利用国际资源。近年来世界经济普遍衰退,唯有中国持续增长,外资纷纷看好中国市场前来投资,我们应当抓住这一大好国际机遇。

参考文献:

1.[美]J.弗雷德·魏斯通等著:《兼并、重组与公司控制》,中文版,北京,经济科学出版社,1998。

2.国家外汇管理局资本项目管理司:《中国:国际并购与资本流动》,载《中国货币市场》,2003(3)。

3.王志乐:《跨国公司在华投资新趋势》,载《中国外资》,2003(3)。

4.陈旭、蒋俊国:《在并购风潮中寻找投资机会》,载《中国外资》,2003(2)。

5.《新财经》与东方高圣公司联合报道:《上市公司大收购》,载《新财经》,2003(2)。

(作者单位:北京理工大学人文学院 北京 100081)
(责任编辑:Q)